

国际货币基金组织

# 全球金融稳定报告

## 市场最新情况

货币与资本市场部

2009年1月

### 全球金融稳定报告：市场最新情况

2009年1月28日

全球金融市场反映了经济下滑日益深化背景下持续存在的杠杆率下降压力。尽管采取了多方面应对措施，全球金融体系仍面临重重压力。此外，日益恶化的经济形势导致金融机构发生了大量新的债务冲减。为此，正在通过出售资产和收回到期信贷来调整资产负债表。这些措施加剧了资产价格下跌的压力，并减少了可获得的信贷。恢复金融部门的功能和信心是经济恢复的必要组成部分。然而，为减少必要的杠杆下降过程的无序性，决策者和市场参与者均需采取更有力度的措施。为促进资产负债表的清理，应迅速和全面采取一个广泛的三管齐下的办法，包括提供流动性、注入资本和处置问题资产。与此同时，需通过国际合作，确保采取连贯和一致的政策，重建金融稳定。

自2008年10月以来，金融稳定的风险加剧。宏观经济风险上升为全球经济增长急剧下降和全球贸易大幅放缓。经济和金融形势恶化导致贷款损失上升，信贷风险因此提高。同时，规避高风险资产和市场缺少流动性还导致筹资成本提高，即使宽松的货币政策已经带来了无风险利率的下降。先进经济体的金融和经济困难也影响到新兴市场国家；而且，投资者从新兴市场突然撤资和融资成本提高很可能导致这些国家近年来取得的部分经济成果化为乌有。

由于政府提供了广泛支持，到2008年底，若干资产类别的市场运作得到改善。然而，随着信贷危机危害加深并在全球范围内蔓延，经济与金融部门间的负面互动加剧，金融对手方之间仍缺乏信任。的确，银行盈利近来受到的冲击和及其他负面经济消息对银行股票价格造成进一步的下跌压力，而且从信用违约互换利差的宽度来看，仍存在较高的系统性风险（图1.1和1.2）。尽管政府注入资本，世界各地的许多银行仍可能不具备足够的资本来抵御严重的全球经济下滑。

Figure 1.1 CDS Spreads for High-Grade European Financials (bps)

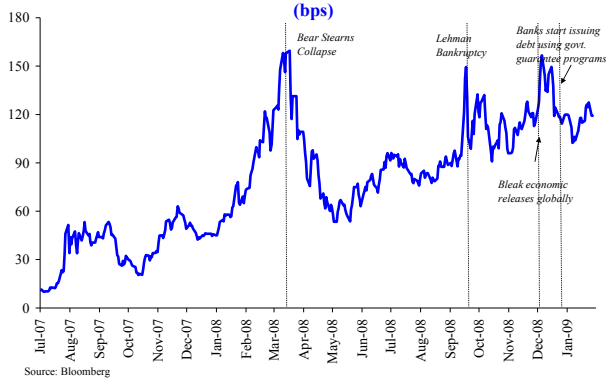
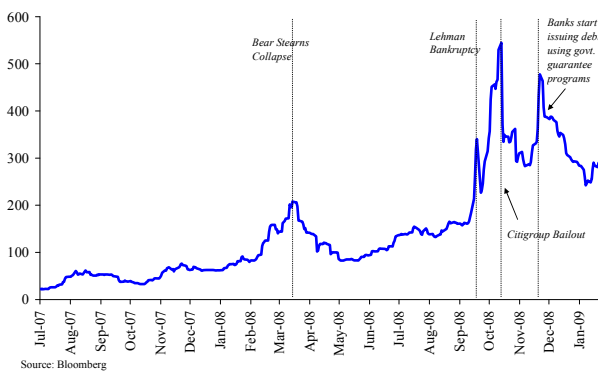


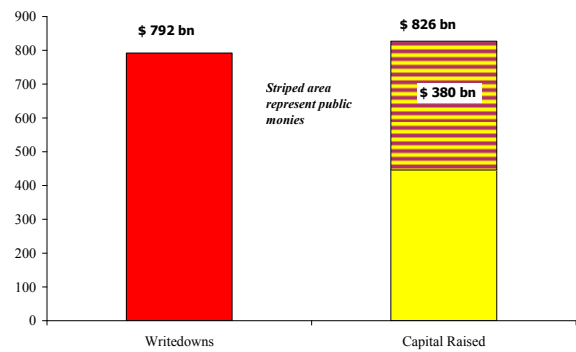
Figure 1.2 CDS Spreads for High-Grade US Financials (bps)



由于难以跟上金融机构债务冲减规模的增加和范围的扩大，以及持续存在严重筹资压力，政策制定者解决危机的能力受到影响。信用中介和信心受到严重损害，这将严重影响复苏前景以及机构吸引所需的私人投资者资金的能力。政策制定者如不进一步采取果断行动，这种情况可能进一步恶化，因为银行、先进国家和新兴市场的公司，以及较低程度上的主权实体均面临在未来几年无法让大量现有债务展期的风险。

除银行系统之外，对保险公司和养老基金的系统性关注正在上升。保险公司对一些质量急剧恶化的资产有很大的风险暴露。养老基金的资产方也受到严重打击。

Figure 2. Bank Writedowns and Capital Raised (\$ bns)



## 债务冲减在增加

迄今为止，银行获得足够的资金来抵消现有的债务冲减，但这主要归功于公共部门在第四季度的大规模注资（图 2）。由于信贷形势恶化影响到更广泛的市场，与 2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》1.4 万亿美元的计算相比，我们对银行和其他机构持有的源自美国的信贷资产可能恶化程度的估计增加到 2.2 万亿美元。恶化的很大一部分发生在我们估算中的按市场标价部分（主要是证券），尤其是公司证券和商业房地产，但是，由于经济前景欠佳，银行账面贷款级别也会出现下降。

展望未来，预计损失会继续增加，因此银行甚至可能需要注入更多的资本。虽在全球基础上进行估算较困难，但就欧洲和美国银行（包括它们对位于美国以及欧洲和新兴亚洲资产的风险暴露）而言，我们对它们在 2009-2010 年预计债务冲减规模的粗略估算（部分抵消同期预期收入）将导致净资本至少下降 5000 亿美元。这意味着，只是为防止资本状况进一步恶化，美国和欧洲银行合在一起就需补充这一规模的新资本。此外，为提高对银行体系的信心，需采取有力措施，清理银行的资产负债表。

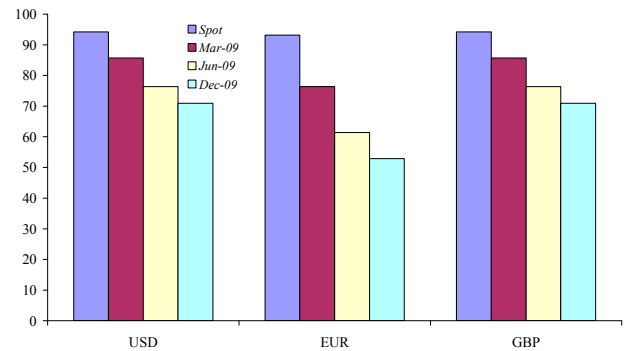
对冲基金和共同基金也已遭受沉重打击，因投资者转向更安全的资产类别，它们管理的资产减少。资产价格下跌和赎回这两项因素导致对冲基金 2008 年第四季度的资产缩水了约一半左右，在那些主要依靠对冲基金提供市场交易流动性的市场，尤其令人关注。

### 资金缺口不断扩大

尽管提供了注资和担保，资金市场只是在缓慢地向银行开放。证券化形式的批发借贷有限：目前的证券化几乎都只限于发起人的资产负债表，以此作为向中央银行抵押；银行无法发行成本有效的无担保债务，除非有政府担保。在政府各种担保举措的支持下，为稳定资产负债表，银行已开始筹措大量长期资金。

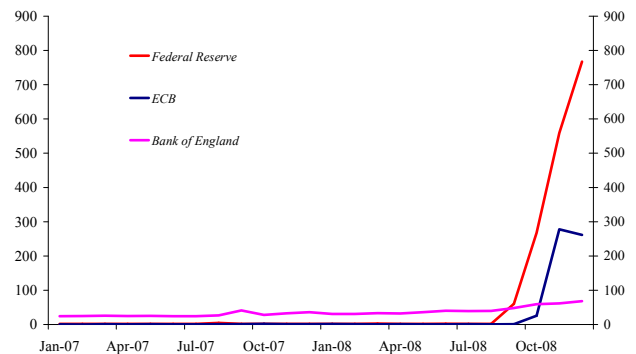
中央银行注入流动性和降息推动了银行间拆借利率下降，预计期限溢价会进一步逐渐下降（图 3）。然而，尽管大部分银行需要较长期的流动资金，央行提供的大量流动性在隔夜市场被重复使用，或最终回到中央银行，这进一步提高了展期风险（图 4）。此情形反映了对潜在流动性冲击的担心和对对手方心存顾虑，以及在为未来资产融资所需资金数额方面仍存在不确定性。

Figure 3. Spot and Forward LIBOR-OIS spreads\* (bps)



Source: Bloomberg; \*On January 26 2009

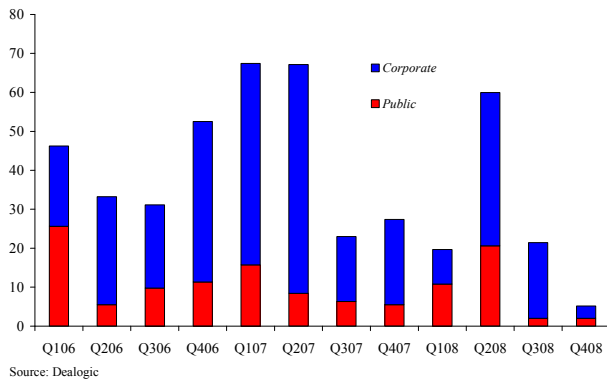
Figure 4. Deposits at Central Banks (Billions of US Dollars)



Source: Haver Analytics, Federal Reserve, EUROSTAT, Bank of England

展望未来，在杠杆率持续下降和信贷紧缩的形势面前，新兴市场国家，特别是公司借款人仍极其脆弱。随着危机的蔓延，第四季度，对新市场的银团贷款大幅下滑，其中新兴欧洲的下跌幅度最大。新兴债券市场在第四季度的一段时间里事实上停业，到 1 月份，一些较高质量的主权发行人一度恢复发行（图 5）。由于公司到银行寻求短期贷款，公司债务的期限结构也缩短了，展期风险进一步提高。由于存在大量对外展期需求，资金市场仍不愿意贷款，随着全球经济减速，企业面临收入下降的风险，从而增加了企业的违约风险。

Figure 5. Emerging Markets Bond Financing (\$ bns)



## 信贷提供受到损害

由于银行间市场仍不能正常运作以及银行仍在囤积流动性，在有些情况下，政府须介入，为金融中介提供支持。在提供支持的领域，中介渠道在某种程度上能继续运作。银行债务发行就是一个例子，近来发行的几乎所有银行债务都带有政府担保。在美国，美联储的商业票据计划成功激活了该市场，其收购住房抵押贷款支持证券的计划也促使利率下降和类似证券的更多发行。相比之下，那些没有获得政府支持的市场运作则未有改进。在美国，汽车资产支持证券和信用卡应收款仅略有改善，商业房地产部门恶化。

在许多国家，国内私人部门的信贷增长在下降，公共部门的信贷增长则在扩大（图 6）。迄今为止，这主要是因银行信贷标准提高所致，将来则会越来越多地与信贷需求下降有关。这种趋势还出现在跨境银行贷款，对依赖外部资金为国内信贷扩张或贸易融资的新兴市场国家来说，这不是一个好兆头。事实上，贸易融资似乎已大幅下降，至少有一部分是因为银行不愿意贷款所致，因为它们正在降低资产负债表的杠杆率。反过来，西欧的一些银行系统仍对新兴欧洲质量恶化的资产有高度的风险暴露（图 7）。虽然多

元化有其益处，但随着冲击在成熟和新兴市场银行体系之间传播，存在危机进一步传播的风险。

Figure 6. Credit Growth in Private and Public Sectors (qoq changes, s.a., Billions of local currency)

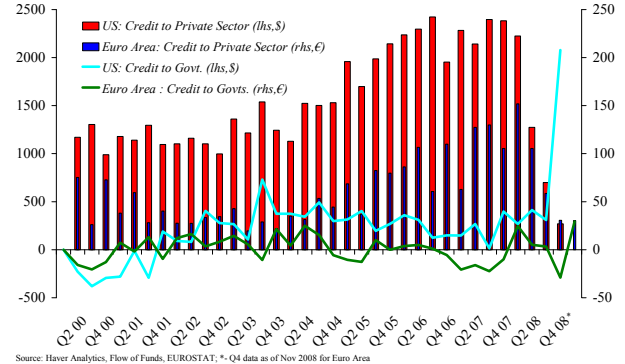
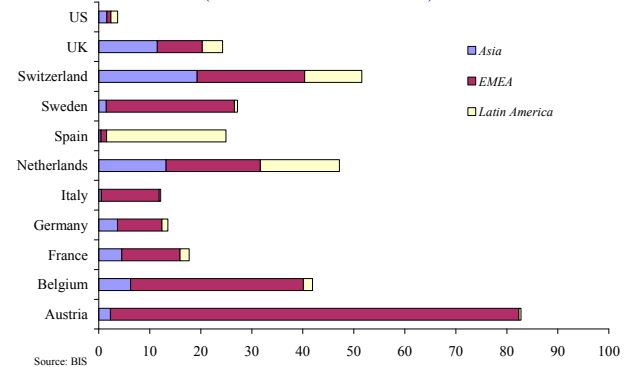


Figure 7. Bank System Exposures to Emerging Markets (as % of Mature Markets' GDP)



## 需采取迅速和果断的行动

关于金融领域的政策建议，2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》突出了解决危机的三管齐下办法：中央银行提供充足的流动性和长期资金支持；银行重新资本化；及解决问题资产。该报告指出，为限制不必要的跨国影响，有效的金融政策必须是全面的，并须在国际范围内协调。

迄今为止，为银行潜在损失规定上限和注入资本的政策措施尚未能消除对银行体系健康状况的担忧。此进程迄今似乎仍不够系统：在发生直接需要时提供资金；支持某些类型的资产和特定类别的贷款；以及提供各种担

保。虽然这些措施帮助一些金融机构稳定下来，但风险是，它们会扭曲信贷分配决定、挤出没有得到特殊照顾的市场、让那些更有效率，不需要政府支持的金融机构处于不利地位，而且可能会增加纳税人的最终成本。事实上，对政府担保和注资财政影响的担心早已存在，这从信用违约互换利差扩大和对一些主权实体信用评级的不确定上可以看出。

迄今为止，主导政策反应的一直是实体经济与金融部门之间负面反馈影响的速度和规模。为阻止积累损失的螺旋式下降，现在需采取果断和紧急行动。成本可能会高于目前分配的数额，但这在很大程度上将取决于信心多快可以恢复。特别是，在考虑全面和协调方式时需围绕这样一种战略，此战略应包括以下内容：

- 迅速实现再资本化和采取措施处理困境资产。监管机构需对银行的经营计划进行先行评估，并根据各机构可持续存在的能力决定哪些金融机构需要公共资金。历史表明，等待时间越长，财政成本越高。对那些困境资产负担沉重，但仍有偿付能力和可持续的银行，可实行重组和重新资本化。那些不可持续的银行可由公共部门接管，进行重组和转售，或以有序的方式处理。总而言之，银行获得的公共资金越多，条件越严格。重组过程可能涉及使用公有“不良银行”，消除机构资产负债表中的不良资产。
- 立即和短期内采取的政策和行动必须符合建立可持续金融体系结构这样一个长期目标。如果没有此终点，政策的可信度就会受到质疑。此外，还须认识到，调整将持

续一段时间，而且未来的可持续的金融部门的杠杆率将降低，相对其他经济部门而言，规模将较小。为避免任何不利的反馈影响，鼓励向健康的借款人贷款，提高银行资本比例不可能一蹴而就。以往危机的经验表明，信贷增长恢复是缓慢的，而且只有在银行资产负债表完成清理之后才能恢复正常。

- 实现更稳定金融体系过程的有关规则需明确和保持一致。为恢复信心，私人部门和公共政策措施须透明和明确。当局应保持政策、公共资金使用和有关个别金融机构任何决定的透明度。这尤其适用于资产的鉴定和估价，特别是银行将处理的资产、再资本化所适用的条件以及当局认为的充分资本缓冲水平。
- 高度重视在共同的金融政策框架下进行国际合作。在向金融机构提供支持时，应避免所采用的条件差异过大，以防止出现竞争扭曲和监管套利可能造成的意想不到的后果。国际协调还需要避免过度的“本国偏向”，即损害别国利益，照顾国内机构或鼓励提供国内信贷。对金融机构实行更一致的破产框架也会有所帮助。

没有一个重组模式可普遍适用于所有国家或每家银行，但是，即便模式不同，国际协调仍然至关重要。如果解决方案需根据具体国情制定，也应该在一个可确保透明和公平竞争环境的共同战略和框架下进行。

各方面为解决危机所采取广泛政策和措施所显示的承诺值得欢迎。在中期内，为改善监管框架采取的各项举措对于建立一个富有弹性和创新的金融体系至关重要。